

绿城服务 (2869 HK)

强劲的内生增长能力

- ❖ **中期利润增长 29.1%**。18 年上半年，公司收入增长 32.9%至 29.3 亿元(人民币，下同)，净利润增长 29.1%至 2.3 亿元。期内整体毛利率小幅扩大 0.2 个百分点至 18.8%。公司广泛采用自动化和智能设备进行成本控制，上半年员工成本增速低于收入增速，期内增加 21.7%至 9.1 亿元，占上半年总收入的 31.1%，同比下降 2.9 个百分点。但由于公司加大了对信息系统和支援服务中心的投入，SG&A 费用从去年同期的 8.4%上升至今年上半年的 9.6%。因此，上半年净利润率略微下降 0.2 个百分点至 7.8%。
- ❖ **基础物业服务增长 31.8%**。基础物业服务方面，收入在上半年增长 31.8%至 20.2 亿元，占总收入的 68.8%。截止上半年底，公司在管面积同比增长 28.3%至 1.5 亿平。此外，储备面积在 2018 年上半年同比增长 19.2%至 1.6 亿平，这将为未来增长提供了广阔空间。公司在今年上半年并没有进行任何物业公司收并购，增长主要来自其有机扩张和强大的项目管理能力。上半年平均物业费从 17 上半年的 3.09 元/平/月上涨至 18 上半年的 3.13 元/平/月。分部毛利率也由 17 上半年的 10.8%改善至 18 上半年的 11.9%。
- ❖ **园区生活服务稳步增长**。上半年，园区生活服务在 3 个业务部门中增长最快，收入增长 45.0%至 5.1 亿元，占总收入的 17.5%。但受到早教业务较大前期投入拖累，分部毛利率从去年同期的 33.5%下降至今年上半年的 30.2%。在其 5 个细分业务中，空间服务和房资产管理在上半年表现良好。社区空间服务收入增加 182.0%至 9,400 万元。通过收购品牌策划公司，绿城服务扩大了业务范围并积累了新的客户。资产管理服务收入在上半年增长 28.3%至 2.5 亿元。二手房代理是其主要收入来源。受二手房市场放缓影响，公司调整思路，扩大收入来源，如代理停车位销售等。尽管新业务的扩展成本较低，但公司认为短期波动仍是不可避免的。
- ❖ **咨询服务为未来发展铺平了道路**。为了获得更多早期服务合同，公司继续为开发商提供咨询服务。在建项目服务项目数量从 17 年上半年的 285 个增加到 18 年上半年的 459 个，增长 61.1%。同时，公司通过绿城联盟计划，为第三方物业公司提供平台服务。管理咨询服务项目数量从 17 年上半年的 181 个增加到 18 年上半年的 317 个，增长 75.1%。
- ❖ **重申买入评级**。我们分别上调 18-19 财年盈利预测 1.0%和 4.0%至 5.31 亿元和 7.42 亿元。我们将使用 FY19 PER 作为估值倍数。我们使用 25x FY19 市盈率（之前使用 35x FY18 市盈率）以期反映市场风险偏好下降，以及上游房地产市场放缓。因此，目标价有 7.89 港元下调至 7.77 港元。维持买入。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	3,722	5,140	6,761	8,525	10,619
净利润(百万人民币)	286	387	531	742	1,013
每股收益(人民币)	0.121	0.139	0.191	0.267	0.365
每股收益变动(%)	N.A	15.7	37.1	39.7	36.4
市盈率(x)	43.9	37.9	27.6	19.8	14.5
市帐率(x)	7.3	8.2	6.9	5.6	4.4
股息率(%)	0.8	0.9	1.3	1.8	2.4
权益收益率(%)	16.6	20.2	23.5	27.0	29.8
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

买入 (维持)

目标价	HK\$7.77
(过去目标价)	HK\$7.89
潜在升幅	+20.3%
当前股价	HK\$6.46

黄程宇

huangchengyu@cmbi.com.hk
(852)-3761-8773

文干森, CFA

samsonman@cmbi.com.hk
(852)-3900-0853

房地产服务行业

市值(百万港元)	17,944
3 月平均流通量(百万港元)	7.77
5 周内股价高/低(港元)	8.4/4.19
总股本(百万)	2,777.8

资料来源：彭博

股东结构

Orchid Garden	36.7%
李海荣	20.3%
绿城中国	5.0%
流通	38.0%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-21.3%	-18.1%
3-月	-16.5%	-7.7%
6-月	6.6%	20.5%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.lvchengfuwu.com

财务报表

利润表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	3,722	5,140	6,761	8,525	10,619
物业管理服务	2,620	3,560	4,645	5,674	6,733
咨询服务	618	680	810	945	1,104
园区生活服务	484	900	1,305	1,905	2,782
销售成本	(3,006)	(4,194)	(5,478)	(6,819)	(8,369)
毛利	716	946	1,282	1,707	2,249
其他收入	20	20	15	12	12
销售费用	(10)	(23)	(34)	(43)	(53)
行政费用	(275)	(416)	(541)	(656)	(818)
其他收益	(35)	(43)	(78)	(85)	(106)
息税前收益	417	485	645	934	1,284
联营和合营公司	3	8	(5)	10	13
净融资成本	(2)	19	22	29	39
特殊收入	0	(2)	12	-	-
税前利润	419	509	674	974	1,336
所得税	(124)	(117)	(158)	(224)	(307)
非控制股东权益	(9)	(5)	15	(7)	(15)
净利润	286	387	531	742	1,013

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	470	1,203	1,290	1,346	1,401
物业、厂房及设备	264	304	354	398	438
联营、合营公司的权益	127	559	554	564	577
无形资产	-	136	123	111	99
其他	78	205	260	273	287
流动资产	2,853	2,936	3,735	4,846	6,255
存货	10	128	167	208	255
贸易及其他应收账款	547	790	1,502	1,895	2,360
现金及现金等价物	2,182	1,836	1,798	2,463	3,347
受限制银行结余	115	153	250	263	276
其他	-	29	18	18	18
流动负债	1,555	2,138	2,689	3,365	4,156
贸易及其他应付帐款	943	1,304	1,565	1,948	2,391
预收款项	473	650	855	1,078	1,342
银行借款	-	-	-	-	-
其他	138	185	269	339	423
非流动负债	22	10	15	15	15
银行借款	-	-	-	-	-
其他	22	10	15	15	15
资产净额	1,746	1,992	2,322	2,812	3,486
非控股权益	27	74	58	66	81
权益股东应占总权益	1,719	1,918	2,264	2,746	3,405

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	417	485	645	934	1,284
折旧和摊销	15	33	44	48	51
营运资金变动	132	155	(287)	231	265
税务开支	(46)	(28)	(17)	16	25
其他	(124)	(117)	(158)	(224)	(307)
经营活动所得现金净额	394	529	227	1,005	1,319
购置固定资产	(219)	(80)	(80)	(80)	(80)
联营公司	(108)	(424)	(0)	(0)	(0)
其他	181	(246)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(147)	(750)	(80)	(80)	(80)
股份发行	1,266	-	-	-	-
净银行借贷	(180)	-	-	-	-
股息	(100)	(134)	(186)	(260)	(355)
其他	71	63	-	-	-
融资活动所得现金净额	1,057	(71)	(186)	(260)	(355)
现金增加净额	1,303	(292)	(39)	665	884
年初现金及现金等价物	836	2,182	1,836	1,798	2,463
汇兑	42	(53)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,182	1,836	1,798	2,463	3,347
年末资产负债表现金及现金等价	2,182	1,836	1,798	2,463	3,347

来源:公司资料,招银国际则预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业管理服务	70.4	69.3	68.7	66.6	63.4
咨询服务	16.6	13.2	12.0	11.1	10.4
园区生活服务	13.0	17.5	19.3	22.4	26.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.1	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	19.2	18.4	19.0	20.0	21.2
税前利率	11.2	9.9	10.0	11.4	12.6
息税前收益	7.7	7.5	7.9	8.7	9.5
有效税率	29.6	23.0	23.5	23.0	23.0

增长 (%)

收入	27.5	38.1	31.5	26.1	24.6
毛利	34.9	32.2	35.5	33.1	31.8
净利润率	46.9	16.2	33.2	44.8	37.4
净利润	44.4	35.7	37.1	39.7	36.4

资产负债比率

流动比率 (x)	1.8	1.4	1.4	1.4	1.5
平均应收账款周转天数	54	56	81	81	81
平均应付账款周转天数	114	113	104	104	104
平均存货周转天数	1	11	11	11	11
净负债/总权益比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

回报率 (%)

资本回报率	16.6	20.2	23.5	27.0	29.8
资产回报率	8.9	9.5	10.3	12.1	13.4

每股数据

每股盈利(人民币)	0.12	0.14	0.19	0.27	0.36
每股股息(人民币)	0.04	0.05	0.07	0.09	0.13
每股账面值(人民币)	0.73	0.64	0.77	0.95	1.19

来源:公司资料,招银国际则预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。